

27 maja 2024 | 5 stron

Citi Weekly

Nie tak źle jak mogło się wydawać

- Opublikowane w zeszłym tygodniu dane ekonomiczne za kwiecień pozostawiły raczej mieszane odczucia, chociaż okazały się pełne niespodzianek. Naszym zdaniem kwietniowe odczyty malują w sumie niezły obraz kondycji polskiej gospodarki w obecnym kwartale i sugerują, że znajduje się ona na ścieżce stopniowego ożywienia.

- Największym zaskoczeniem z opublikowanego zestawu danych okazała się produkcja przemysłowa, która wzrosła w kwietniu o 7,9% r/r, po względnie słabym marcu (-5,6% r/r). Chociaż poprawa wynikała częściowo z większej liczby dni roboczych w kwietniu, to nawet po wyeliminowaniu czynników sezonowych wzrost produkcji przemysłowej nadal wydaje się całkiem imponujący (7% m/m). Tak duża różnica między odczytem marcowym a kwietniowym sugeruje, że niedawne obawy dotyczące słabości produkcji przemysłowej mogły być nieco przesadzone. Z drugiej strony zmienność dynamiki miesięcznej stawia pod znakiem zapytania jakość odsezonowania danych GUS (podobnie jak to od dłuższego czasu ma miejsce w przypadku danych o PKB).

- Na plus zaskoczyła również produkcja budowlano-montażowa, która w kwietniu zmniejszyła się o zaledwie 2% r/r wobec znacznie głębszego spadku w marcu. Podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej, aktywności budowlanej „pomagała” większa liczba dni roboczych, która w kwietniu nieco załagodziła spadki. Niezależnie od czynników kalendarzowych sądzimy, że tak słaby odczyt jak w marcu nie powinien się już powtórzyć.

- Z drugiej strony, negatywnym zaskoczeniem okazała się sprzedaż detaliczna, której wzrost (+4,1% r/r) okazał się niższy niż zakładały prognozy. Chociaż dane o sprzedaży mogą wydawać się dość rozczarowujące w porównaniu z silnym wzrostem płac realnych w ostatnich miesiącach, to kwietniowa niespodzianka jest wynikiem przede wszystkim głębokiego spadku sprzedaży żywności. Częściowo za omawiany spadek może odpowiadać kwietniowe przywrócenie 5% stawki VAT na żywność. Perspektywa podwyżki VAT mogła bowiem skłonić konsumentów do wzmożonych zakupów jeszcze przed powrotem wyższej stawki. Sprzedaży żywności nie pomógł również kalendarz, gdyż święta wielkanocne w 2024 roku wypadły już w marcu.

- Biorąc pod uwagę pozytywne zaskoczenie produkcją (zarówno przemysłową jak i budowlaną) oraz nieco słabszy wzrost sprzedaży detalicznej, spodziewamy się dalszego przyspieszenia wzrostu PKB, który w II kwartale 2024 roku powinien przewyższyć 3% r/r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

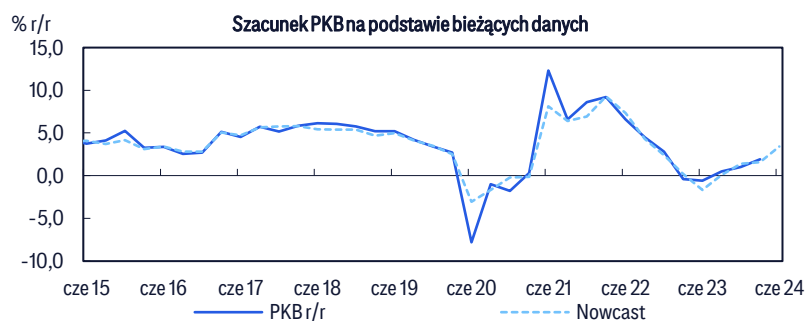
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroccka

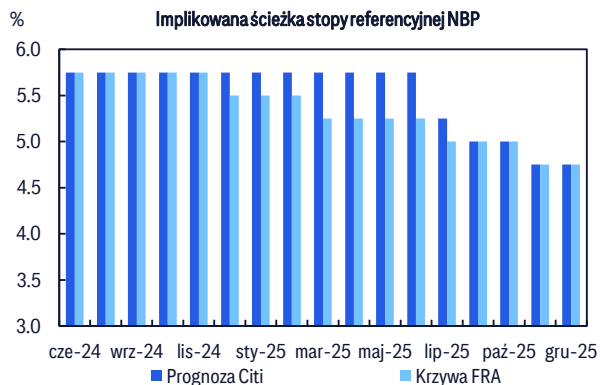
zuzanna.mroccka@citi.com

Wykres 1. Szacunki na podstawie dostępnych danych sugerują ponad 3% wzrost PKB w II kwartale



Źródło: GUS, Citi Handlowy

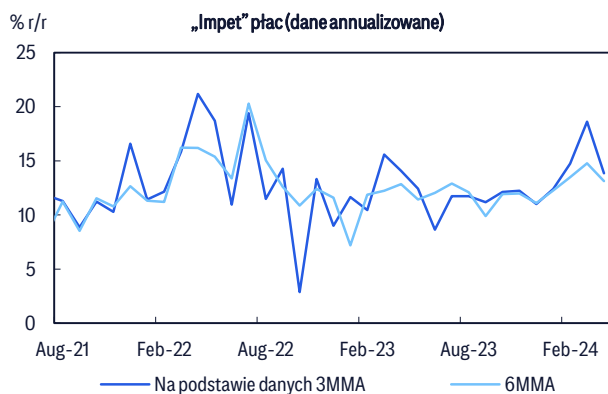
Tydzień w wykresach

Wykres 2. RPP może zacząć myśleć o obniżkach stóp procentowych w 2025 roku

Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

- W naszym odczuciu majowe posiedzenie RPP pokazało, że poprzeczka dla obniżek stóp procentowych postawiona jest wysoko. Nasze przypuszczenie co do działań Rady wydają się potwierdzać wypowiedzi jej członków, którzy w ostatnich dniach coraz liczniej zaczęli chłodzić oczekiwania na cięcia stóp.

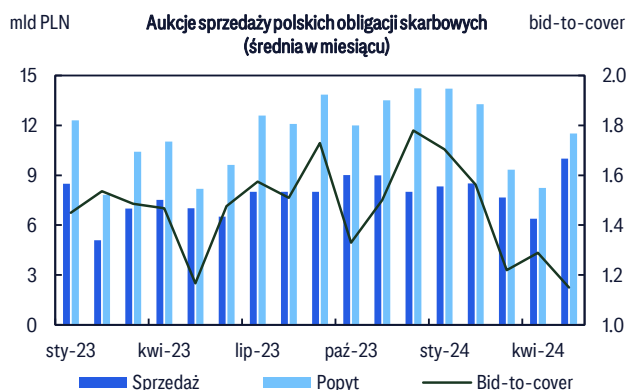
- I. Dąbrowski uważa, że w 2025 r. mogą zaistnieć warunki do obniżenia stóp, a jego zdaniem obecnie tempo wzrostu płac jest zbyt wysokie (realnie powinno wynosić 3-4 proc.). Z kolei I. Duda uważa, że ewentualne cięcia stóp w 2025 r. będą bardzo stopniowe i jest za wcześnie, żeby określić skalę luzowania. Wreszcie zdaniem H. Wnorowskiego powrót do obniżek stóp proc. oddala się, a poprawa oczekiwań inflacyjnych jest na razie niesatysfakcjonująca.

Wykres 3. Płace zaczynają wytracać swój impet?

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane GUS

- Kwietniowy wzrost płac o 11,3% r/r był niższy od naszych oraz rynkowych prognoz. Dane sugerują, że wpływ styczniowej podwyżki płacy minimalnej powoli wygasa, o czym świadczy fakt, że od początku roku miesięczne podwyżki stopniowo wyhamowują. O ile w styczniu płace (po oczyszczeniu z sezonowości) wzrosły o blisko 2%, od dwóch miesięcy wzrosty te oscylują w pobliżu 0,7% m/m.

- Obecna dynamika płac jest wciąż zdecydowanie zbyt wysoka (o około 6 pkt. proc.) w porównaniu do wzrostu płac spójnego z realizacją celu inflacyjnego. Spodziewamy się, że z czasem wzrost wynagrodzeń będzie hamował, czemu sprzyjać będzie znacznie niższa bieżąca inflacja oraz niższa skala indeksacji płacy minimalnej. Na ostateczne potwierdzenie tych przypuszczeń trzeba poczekać jeszcze około 2-4 miesiące.

Wykres 4. Sprzedaż obligacji pozostaje wysoka, ale popyt jest umiarkowany

Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

- Ministerstwo Finansów sfinansowało już około 69% tegorocznych potrzeb pożyczkowych, a uwzględniając zaplanowany do końca miesiąca jeszcze jeden przetarg zamiany obligacji oraz sprzedaż obligacji detalicznych, w maju realizacja finansowania zapewne przekroczy 70%.

- O ile Ministerstwo Finansów nie napotyka istotnych problemów z zapewnieniem tegorocznego finansowania, to dostrzegamy istotny spadek popytu na obligacje skarbowe denominowane w złocie. Na majowej aukcji sprzedaż wyniosła 10 mld PLN, co jest wartością wyższą niż i tak wysoka tegoroczna średnia na poziomie 8,1 mld PLN (o ok. 0,5 mld PLN wyższa niż w 2023 roku przy większej liczbie aukcji zaplanowanych w 2024 roku). Jednak popyt jedynie nieznacznie przekraczał sprzedaż, a wskaźnik bid-to-cover (stosunek sprzedaż do zgłoszonych ofert) wyniósł zaledwie 1,15.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
27 maj PONIEDZIAŁEK							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	V	90,5	90,4	89,4
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	IV	--	5,1	5,3
28 maj WTOREK							
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	V	94,8	96,0	97,0
29 maj ŚRODA							
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	V	2,5	2,4	2,2
30 maj CZWARTEK							
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt finalny	pkt	V	--	-14,3	-14,3
14:30	USA	PKB	% kw/kw	Q1	--	1,2	1,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	220	219	215
31 maj PIĄTEK							
9:00	CZ	PKB - odczyt finalny	% r/r	Q1	0,5	--	0,4
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	V	2,7	--	2,4
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	V	2,5	2,5	2,4
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	IV	0,2	0,3	0,5
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	IV	0,2	0,3	0,8
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	IV	0,2	0,2	0,3
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	IV	0,3	0,3	0,3

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	811	893	979
Nominalny PKB (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,067	3,396	3,634	3,927
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,761	17,990	18,266	21,560	23,795	26,175
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,1	37,9	37,8	37,6	37,5	37,4
Stopa bezrobocia (%)	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	5,0	5,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,2	3,2	3,9
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	4,9	13,1	2,0	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,1	-0,1	4,2	3,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,2	-1,0	4,1	3,8
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,7	3,4	4,3	5,1
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,8	-2,0	5,7	5,9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	5,9	3,2
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	4,3	4,7
Płace nominalne (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,9	10,5	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,7	4,7	5,3	1,2	-0,3	4,0	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,88	4,76
Rentowność obligacji 10-letnich	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,25	5,25	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,92	4,18	3,84
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,19	4,06	4,00
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,35	4,42
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,33	4,39
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,8	-4,0	-8,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	-0,4	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	-5,7	-8,3
Eksport	254,0	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	407,4	442,9
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	413,1	451,2
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	46,7	49,1
Saldo dochodów	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-41,5	-45,1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,1	-5,5	-4,4
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,2	-3,3	-1,7
Dług publiczny (polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,4	39,1	42,0	42,6

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Zuzanna Mroczka

Stażystka

zuzanna.mroczka@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

poland.research@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku.

Materiały Banku nie powinny stanowić jedynego źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc., mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów.

Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.